



Економіка

УДК 336.74:336.7:330.131.7

DOI <https://doi.org/10.5281/zenodo.19035218>

Механізми хеджування інфляційних ризиків у системі макрофінансової стабілізації під час воєнного стану

Нагірний Ярослав

аспірант ЗВО «Львівський університет бізнесу та права»

ORCID: 0009-0002-3214-6541

Прийнято: 14.12.2025 | Опубліковано: 30.12.2025

Анотація. У статті досліджено механізми хеджування інфляційних ризиків в Україні в умовах воєнного стану 2022–2025 років у контексті забезпечення макрофінансової стабілізації. Обґрунтовано портфельну природу інфляційного ризику воєнного часу, який формується внаслідок взаємодії чотирьох каналів: шоків пропозиції, спричинених руйнуванням виробничих потужностей та логістики; монетарного фінансування бюджетного дефіциту; деанкерування інфляційних очікувань домогосподарств і бізнесу; курсового каналу, через який девальвація транслюється в імпортовану інфляцію. Проаналізовано хвилеподібну динаміку ключових макроекономічних індикаторів — річної інфляції (від 26,6 % у грудні 2022 до 8,0 % у грудні 2025 року), грошової бази (зростання до 1 174,53 млрд грн) та офіційного обмінного курсу — впродовж зазначеного періоду. Систематизовано інструменти хеджування інфляційних ризиків за чотирма блоками: монетарним, борговим, валютним та макропруденційним. У монетарному блоці розкрито роль облікової ставки Національного банку України як якірного механізму інфляційних очікувань та операцій зі стерилізації надлишкової ліквідності. У борговому блоці



проаналізовано функціонування облігацій внутрішньої державної позики як каналу абсорбції гривневої ліквідності й заміщення емісійного фінансування. У валютному блоці оцінено ефективність переходу від фіксованого курсу до режиму керованої гнучкості та роль валютних обмежень як тимчасового засобу зменшення хвостових ризиків. Запропоновано формалізовані індикатори для кількісного оцінювання ефективності хеджування. Доведено значення міжнародної фінансової підтримки як зовнішнього стабілізатора, що дозволяє замінити емісійне фінансування ринковим боргом і зовнішніми грантами. Сформульовано авторську позицію щодо оптимальної комбінації механізмів хеджування для умов затяжного воєнного конфлікту.

Ключові слова: інфляційний ризик, хеджування, макрофінансова стабілізація, воєнний стан, облікова ставка, ОВДП, обмінний курс, інфляційні очікування, монетарна політика, макропруденційна політика

Mechanisms for hedging inflation risks in the system of macrofinancial stabilization under martial law

Nahirnyi Yaroslav

Postgraduate Student, Lviv University of Business and Law

ORCID: 0009-0002-3214-6541

Abstract. The article examines inflation risk hedging mechanisms in Ukraine under martial law conditions during 2022–2025 within the framework of macrofinancial stabilisation. The portfolio nature of wartime inflation risk is substantiated; it is shaped by the interaction of four channels: supply shocks caused by the destruction of production capacities and logistics; monetary financing of the budget deficit; deanchoring of inflation expectations among households and businesses; and the exchange rate channel through which devaluation transmits into imported inflation. The wave-like dynamics of key macroeconomic indicators are analysed — annual



inflation (from 26.6 % in December 2022 to 8.0 % in December 2025), the monetary base (growth to UAH 1,174.53 billion), and the official exchange rate — throughout the period under review. The main inflation risk hedging instruments are systematised across four blocks: monetary, debt, exchange rate, and macroprudential. Within the monetary block, the role of the National Bank of Ukraine's key policy rate as an expectations-anchoring mechanism and liquidity sterilisation operations is elucidated. Within the debt block, the functioning of domestic government bonds as a channel for absorbing hryvnia liquidity and replacing monetary financing is analysed. Within the exchange rate block, the effectiveness of the transition from a fixed rate to a managed flexibility regime and the role of foreign exchange restrictions as a temporary tool for mitigating tail risks are assessed. Formalised indicators for quantitative assessment of hedging effectiveness are proposed. The significance of international financial support as an external stabiliser is demonstrated. The author's position on the optimal combination of hedging mechanisms for a protracted military conflict is formulated.

Keywords: inflation risk, hedging, macro-financial stabilisation, martial law, key policy rate, domestic government bonds, exchange rate, inflation expectations, monetary policy, macroprudential policy.

Постановка проблеми. Воєнний стан як особливий економічний режим супроводжується структурним викривленням каналів ціноутворення. Руїнування виробничих потужностей і логістичних ланцюгів, зростання транзакційних витрат, дефіцити на критичних ринках та надчутливість очікувань домогосподарств до курсових коливань і сигналів політики — все це перетворює інфляційний ризик на складне макрофінансове явище [1; 22]. Двокомпонентність цього ризику полягає у поєднанні: ймовірності стрибка рівня цін, зумовленого шоками пропозиції й девальвацією, та загрози деанкерування очікувань, здатного запустити самопідживлювану інфляційну спіраль через поведінкові реакції та індексаційні практики [22; 23].



У мікроекономічному вимірі хеджування інфляційних ризиків зводиться до набору інструментів і контрактних механізмів, що знижують чутливість реальних доходів та активів до неочікуваних цінових зрушень: індексація, валютна диверсифікація, вкладення в реальні активи, інфляційно-індексовані облигації [30; 32]. Макроекономічний вимір хеджування, натомість, передбачає узгоджену архітектуру політик із чотирма функціями: обмеження первинних джерел інфляції (монетизація дефіциту, курсова дестабілізація), стерилізація надлишкової ліквідності, формування довіри до номінального якоря та перенесення частини ризику з короткого горизонту на довший через борговий дизайн і міжнародні фінансові механізми [16; 17]. Макрофінансова стабілізація за змістом ширша від макропруденційної політики: вона охоплює одночасно підтримку керованої інфляції та очікувань, платоспроможності держави, стійкості банківської системи і функціонування ключових фінансових ринків [21; 23].

Слід провести чітку демаркацію між хеджуванням, інфляційним таргетуванням та антиінфляційною політикою. Таргетування являє собою режим монетарної політики з формалізованою ціллю та домінуванням процентної ставки. Антиінфляційна політика об'єднує сукупність заходів, включно з адміністративними, спрямованих на приборкання цінової динаміки. Хеджування у запропонованому тут розумінні — управління інфляційним ризиком як портфелем: держава розподіляє інфляційні шоки між інструментами та суб'єктами (курсний режим, структура боргу, стерилізаційні механізми, міжнародна допомога), мінімізуючи системні втрати для реального сектору й фінансової стабільності [16; 27]. Актуальність проблеми зумовлена перебуванням України в умовах затяжного воєнного конфлікту, де стандартні макроекономічні рецепти потребують глибокої адаптації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вплив воєнних подій на інфляційні очікування розкрито у дослідженні G. Afunts, M. Cato та T. Schmidt: автори, спираючись на мікродані по країнах Євросони після лютого 2022 року,



фіксують зростання коротко- і довгострокових інфляційних очікувань, причому ефект деанкерування виявляється стійкішим у домогосподарствах із нижчим рівнем фінансової грамотності [22]. Суміжне питання — структурні зміни у механізмі формування очікувань під час війни — опрацьовує М. Szyszko на українських даних, констатує підвищену реактивність очікувань до геополітичних сигналів і послаблення їхнього зв'язку з офіційними прогнозами центрального банку [31].

Канал обмінного курсу у трансмісії інфляційних шоків аналізують N. Mirza, B. Naqvi, S.K.A. Rizvi та S. Boubaker: вивчаючи вибірку країн з режимом інфляційного таргетування, вони демонструють, що масштаб перенесення курсових коливань у внутрішні ціни нелінійно зростає в періоди енергетичної волатильності, особливо за умов ослаблених інфляційних очікувань [23]. Проблему фіскального домінування у взаємодії з інфляційним і валютним таргетуванням порушують R. Ahmed, I. Fukunaga та A. Rebucci, показуючи, що в режимах з високим державним боргом монетарна рестрикція втрачає ефективність і може стати контрпродуктивною без паралельної фіскальної консолідації [29].

A. López-Villavicencio та співавтори дослідили вплив змін монетарної політики Федеральної резервної системи США на інфляцію в економіках, що розвиваються, виявивши асиметричний ефект: ужорсточення політики ФРС транслюється в зростання цін у периферійних країнах швидше, ніж пом'якшення — у їх зниження [28]. С. Zehri та співавтори, аналізуючи рестриктивну монетарну політику в emerging-економіках, фіксують компроміс між цінова стабілізацією та пригніченням кредитної активності, що обмежує горизонт застосування жорсткої монетарної позиції [35].

Корпус досліджень з контролю за рухом капіталу дозволяє оцінити межі ефективності валютних обмежень. V.N. Landi у двох працях послідовно аналізує результативність капітальних контролів та їхній побічний ефект — перетікання потоків між юрисдикціями, зокрема у формі арбітражних стратегій через



офшорні центри [24; 25]. Н. Fan та співавтори вивчають механізми передачі ризику від глобальних шоків за наявності контролів на рахунку капіталу [26]. J. Liao, J. Meng, J. Ren та L. Zhang на мультинаціональному масиві даних показують, що ефективність контролів залежить від переважання коротко- чи довгострокових потоків та від інтенсивності зовнішнього шоку [27].

Серед досліджень інфляційно-індексованих фінансових інструментів принципове значення мають роботи M.M. Andreasen, J.H.E. Christensen та S. Riddell, присвячені премії за ліквідність на ринку TIPS: автори кількісно оцінюють розмір премії та доводять її залежність від макроекономічної невизначеності та обсягів торгів [32]. J. Ahn та Y. Ahn деталізують чинники розбіжності у ціноутворенні між TIPS та стандартними казначейськими паперами, акцентуючи роль інституційних інвесторів [33]. R. Beauregard, J.H.E. Christensen, E. Fischer та S. Zhu, працюючи з мексиканськими даними, пропонують методологію розділення очікуваної інфляції та інфляційної премії на основі реальних і номінальних кривих дохідності [34].

Хеджувальні властивості різних класів активів порівнюють A.A. Salisu та співавтори, встановлюючи, що золото та нерухомість забезпечують кращий захист від інфляції у довгостроковій перспективі, ніж акції [30]. V. Meshram та співавтори розвивають тему хеджування через трекінгові портфелі на ринках країн BRICS, враховуючи специфіку фондових ринків із нижчою ліквідністю [36].

Попри значний масив напрацювань, у літературі бракує системного аналізу координації монетарних, боргових, валютних та макропруденційних механізмів хеджування саме в умовах затяжного воєнного конфлікту, коли стандартні режими стабілізації зазнають структурних деформацій, а інфляційний ризик набуває портфельного характеру, що потребує відповідного інструментарію оцінки.

Формулювання цілей статті. Метою дослідження є систематизація механізмів хеджування інфляційних ризиків у системі макрофінансової



стабілізації України під час воєнного стану 2022–2025 років та обґрунтування авторської позиції щодо їх оптимальної комбінації в умовах затяжного конфлікту. Завдання конкретизуються як: розкриття природи й каналів інфляційних ризиків воєнного часу з опорою на макростатистику; аналіз монетарних, боргових, валютних та макропруденційних механізмів хеджування; оцінка ролі координації політик та міжнародного виміру стабілізації; формалізація кількісних індикаторів ефективності хеджування.

Виклад основного матеріалу. Інфляційні ризики в українській економіці 2022–2025 років генерувалися чотирма каналами, кожен із яких мав власну динаміку та механізм передачі. Шок пропозиції через руйнування виробничих потужностей, логістики й енергетичної інфраструктури підвищував собівартість і створював вузькі місця, що транслювалися у ціни навіть за слабого агрегованого попиту. Монетарний канал активізувався, коли бюджетний дефіцит частково покривався емісійним фінансуванням, внаслідок чого зростала грошова база й посилювався ризик фіскального домінування [13; 29]. Канал очікувань полягав у прискореній переоцінці домогосподарствами та бізнесом майбутніх цін, валютного курсу і дефіцитів, що стимулювало панічний попит, доларизацію та індексацію контрактів [22; 31]. Курсовий канал функціонував через девальвацію, яка підвищувала гривневу вартість імпорту і через механізм імпортованої інфляції пришвидшувала зростання індексу споживчих цін; масштаб перенесення посилювався за енергетичних шоків і деанкерованих очікувань [23].

Кількісно ризики проявилися у хвилеподібній динаміці: річна інфляція сягнула 26,6 % у грудні 2022, знизилася до 5,1 % у грудні 2023, прискорилося до 12,0 % у грудні 2024 та становила 8,0 % у грудні 2025 року [1–4]. Грошова база зростала інерційніше: 792,54 млрд грн наприкінці 2022, 976,94 млрд грн наприкінці 2023, 1 052,11 млрд грн наприкінці 2024 та 1 174,53 млрд грн наприкінці 2025 року [9; 11; 12]. На початку повномасштабної війни Національний банк зафіксував офіційний курс на позначці 29,25 грн/дол. США,



а 21 липня 2022 скоригував його до 36,57 грн/дол. США [6; 7]. У жовтні 2023 запроваджено режим керованої гнучкості з валютними обмеженнями як демпфером шоків [8]. На кінець 2024 року курс становив 43,93 грн/дол. США, на кінець 2025 року — 42,39 грн/дол. США [11; 12]. Сукупність наведених параметрів підтверджує макрофінансовий, а не суто монетарний характер інфляційного ризику воєнного часу: він залежить одночасно від стану бюджету, ліквідності банків, курсового режиму та очікувань [16; 23].

Для ілюстрації кількісних параметрів інфляційного ризику систематизовано ключові макроекономічні індикатори за 2022–2025 роки у зведеній таблиці (табл. 1).

Таблиця 1

Макроекономічні параметри інфляційного ризику в Україні, 2022–2025 рр.

Показник	2022	2023	2024	2025	Примітка
Річна інфляція (ІСЦ, грудень до грудня), %	26,6	5,1	12,0	8,0	V-подібна динаміка з вторинною хвилею у 2024 [1–4]
Грошова база, млрд грн	792,5	977,0	1 052,1	1 174,5	Кумулятивне зростання на 48,2 % за три роки [9; 11; 12]
Офіційний курс (кінець року), грн/дол. США	36,57	38,25	43,93	42,39	Фіксація → коригування (VII.2022) → керована гнучкість (X.2023) [6–8; 11; 12]
Облікова ставка НБУ (кінець року), %	25,0	15,0	13,0	15,5	Рестрикція 2022 → поступове пом'якшення → повторне ужорсточення 2025 [5]
Покупка ОВДП Національним банком, млрд грн	≈ 400	—	—	—	Припинення прямого монетарного фінансування з 2023 [13; 14; 17]



Режим курсу	Фікс.	Кер. гнучк.	Кер. гнучк.	Кер. гнучк.	Валютні обмеження діяли впродовж усього періоду з поступовим послабленням [8; 21]
-------------	-------	-------------	-------------	-------------	---

Джерело: складено автором за даними [1–12; 14; 17].

Наведені у таблиці параметри окреслюють кількісну рамку, у межах якої функціонували механізми хеджування. Перший рубіж оборони сформувала монетарна політика. Підвищення облікової ставки до 25 % з 3 червня 2022 року, утримання її на максимумі впродовж тривалого часу і поступове зниження до 13 % у середині 2024 року з подальшим поверненням до 15,5 % у 2025 році [5] відображають стратегію жорсткого номінального якоря з адаптивним калібруванням. Функція ставки у воєнний час відрізняється від стандартної: кредитний канал ослаблений високою невизначеністю, пріоритетністю державних запозичень і зростанням ризику неповернень. Відтак ставка працювала переважно як сигнал довіри й засіб стримування доларизації, а у вимірі очікувань — як страховий поліс проти самореалізованої інфляційної спіралі, коли зростання очікувань саме по собі генерує цінову динаміку [22].

Окремий аспект монетарного хеджу — стерилізація надлишкової ліквідності. За часткової монетизації дефіциту банківська система акумулює ліквідність, яка без стерилізації трансформується у валютний попит та інфляцію. Національний банк абсорбував надлишок через депозитні сертифікати та інші інструменти управління ліквідністю [9; 11; 12]. З аналітичної точки зору, стерилізація виступає прямим хеджем проти інфляції шляхом нейтралізації емісійного імпульсу, однак супроводжується квазіфіскальною ціною: високопроцентна стерилізація збільшує витрати регулятора й створює тиск на передчасне пом'якшення. Стійкість монетарного хеджу, отже, визначається тим, наскільки боргово-фіскальний контур здатен зменшити потребу в емісії [13; 17].



Для кількісного оцінювання ступеня монетарного тиску на інфляцію доцільно використовувати коефіцієнт монетизації дефіциту (k), який визначає частку бюджетного дефіциту, покрити емісійним фінансуванням:

$$k = \frac{\Delta MB_{cb}}{DEF},$$

де ΔMB_{cb} — приріст грошової бази внаслідок покупок державних цінних паперів центральним банком за період; DEF — обсяг бюджетного дефіциту за той самий період. За $k \rightarrow 0$ бюджет фінансується ринковим боргом і зовнішніми грантами, інфляційний імпульс мінімальний; за $k \rightarrow 1$ дефіцит покривається переважно емісією, що загрожує деанкеруванням очікувань. В Україні у 2022 році коефіцієнт був аномально високим (порядку 0,5–0,6, виходячи з обсягу покупок у 400 млрд грн), тоді як з 2023 року він наблизився до нуля завдяки припиненню прямих покупок [13; 17].

Зменшення монетарного фінансування стало можливим завдяки активізації боргових механізмів хеджування, центральну роль серед яких відіграли облігації внутрішньої державної позики. Їх функція полягала в абсорбції гривневої ліквідності та перерозподілі фінансування у часі: держава заміщувала поточну емісію майбутніми податковими та борговими потоками, знижуючи тиск на ціни [19]. Міністерство фінансів паралельно розвивало сегмент військових ОВДП, орієнтованих на широке коло інвесторів — від населення до інституційних учасників [18].

Побічні ефекти боргового хеджу за умов війни включають три взаємопов'язані загрози. Перша — витіснення приватного кредитування (crowding out): банки, маючи доступ до державних паперів з високою безризиковою дохідністю, скорочують кредитування реального сектору. Друга — елементи фінансової репресії: в аналітичних матеріалах зафіксовано механізм зарахування ОВДП у резервні вимоги, що де-факто робив попит на держпапери регуляторно стимульованим [20]. Третя — moral hazard: очікування ринком



повторного емісійного фінансування у критичний момент підриває дисципліну бюджетної політики та завищує премію за ризик.

У світовій практиці найбільш прямим борговим хеджем інфляційного ризику є інфляційно-індексовані державні облигації. Дослідження ринку TIPS підтверджують ефективність перенесення інфляційного ризику з інвестора на емітента, хоча оцінка цих інструментів суттєво залежить від ліквідності та відповідних премій [32; 33]. Для ринків, що розвиваються, розділення очікуваної інфляції й інфляційної премії за допомогою реальних і номінальних кривих дохідності перетворює індексовані папери на цінний інформаційний індикатор [34]. Впровадження подібних інструментів в Україні стримується інституційними бар'єрами: необхідні довіра до статистики інфляції, глибокий вторинний ринок і передбачувані правила гри, що у воєнний період залишається проблематичним [21; 23].

Аналітичним підходом до оцінки очікуваної інфляції за наявності паралельного обігу номінальних та індексованих облигацій є показник break-even інфляції, що визначається як різниця дохідностей:

$$\pi^{be} = y^{nom} - y^{real} ,$$

де y^{nom} — дохідність номінальної державної облигації відповідного строку погашення; y^{real} — дохідність інфляційно-індексованої облигації того самого строку. Показник π^{be} включає як ринкові інфляційні очікування, так і премію за інфляційний ризик. Для України, де індексованих паперів поки немає, відповідний індикатор може бути апроксимований через різницю між номінальною дохідністю ОВДП і дохідністю валютних ОВДП з урахуванням курсових очікувань, хоча точність такої апроксимації обмежена сегментацією ринку [34].

Перехід до аналізу валютного блоку хеджування виявляє фундаментальний компроміс, притаманний курсовій політиці у воєнний час. Фіксація курсу на 29,25 грн/дол. США з подальшою корекцією до 36,57 грн/дол. США у липні 2022 забезпечила екстрений номінальний якір: знижувала курсову



невизначеність, обмежувала перенесення девальвації у ціни [6; 7]. Ціною фіксації стала або втрата резервів, або валютні обмеження, або накопичення прихованого девальваційного тиску, що потребував подальшої корекції.

Перехід до керованої гнучкості у жовтні 2023 ознаменував зміну режиму хеджування: від жорсткого страхування до страхування з обмеженою участю — курс почав частково абсорбувати зовнішні шоки, тоді як центральний банк зберіг інтервенційний інструментарій та валютні обмеження [8]. Для умов затяжного конфлікту керована гнучкість виявляється оптимальнішою, ніж полярні альтернативи: тривала фіксація накопичує дисбаланси й стимулює паралельні ринки, повне плавання загрожує надмірним перенесенням та розкручуванням очікувань за умов енергетичних та імпорتنих шоків [23]. Курсові дані за 2024–2025 роки — послаблення до 43,93 та часткове зміцнення до 42,39 грн/дол. США — ілюструють складність балансування в межах нового режиму [3; 4; 11; 12].

Валютні обмеження у воєнних умовах слід трактувати як тимчасовий інструмент зниження хвостових ризиків. Ефективність контролів, як засвідчує література, визначається структурою потоків капіталу, відкритістю рахунку та інтенсивністю шоків [24; 27]. Для України обмеження знижували тиск на резерви й курс, одночасно генеруючи витрати ефективності для бізнесу (репатріація дивідендів, зовнішні розрахунки), що зумовило поступове пом'якшення правил у міру стабілізації [21].

Для інтегральної оцінки ефективності комплексу хеджувальних механізмів запропоновано складений індекс ефективності хеджування інфляційного ризику (*HEI*):

$$HEI = \sum_{i=1}^n w_i \cdot h_i,$$

де w_i — вагові коефіцієнти, що відображають відносний внесок i -го блоку хеджування (монетарного, боргового, валютного, макропруденційного); h_i — нормований показник ефективності відповідного блоку (від 0 до 1), розрахований як відношення фактичного зниження інфляційного відхилення до



потенційного. Сума вагових коефіцієнтів дорівнює одиниці. Параметризація індексу для конкретного періоду потребує окремого емпіричного дослідження, однак саме існування портфельної структури хеджування з різними вагами блоків — головна аналітична ідея воєнної макростабілізації.

Макропруденційний блок утворює інфраструктурний рівень хеджування, забезпечуючи можливість монетарній і валютній політиці функціонувати без загрози фінансової паніки. Оновлення Стратегії макропруденційної політики Національним банком у 2025 році акцентувало передбачуваність та прозорість інструментів системної стійкості [21]. Інфляційний шок переростає у системний ризик, коли банки, домогосподарства та бюджет одночасно потрапляють під тиск переоцінки активів, відтоку депозитів і девальвації. Звідси випливає, що хедж інфляції воєнного часу нерозривно вбудований у систему фінансової стабільності через планування буферів, стрес-тестування та регуляторні рамки, здатні підтримати безперервність кредитно-платіжної системи за найгірших сценаріїв [17; 21].

Ефективність розглянутих механізмів визначається передусім ступенем координації між ними та наявністю зовнішньої підтримки. Парадокс воєнної макрополітики полягає у тому, що монетарна рестрикція і фіскальна експансія здатні співіснувати лише за наявності зовнішнього фінансування та продуманого боргового дизайну. У 2022 році тимчасове монетарне фінансування компенсувало розрив між видатками та доходами, генеруючи інфляційний імпульс; з 2023 року поступове зміщення до зовнішньої допомоги та ринкового боргу зменшило потребу в емісії [13; 17].

Міжнародні програми виконували роль зовнішнього стабілізатора через три канали: фінансування дефіциту без емісії; умовність (*conditionality*), що підвищувала довіру до проваджуваних політик; сигнал ринкам про наявність ресурсу для підтримки резервів та бюджету. В офіційних документах партнерів зафіксовано зобов'язання обмежувати прямі й непрямі форми монетарного фінансування та підтримувати контрольований темп зростання базових грошей



[16]. Програми створили простір для узгодженого набору політик, де монетарна гілка зосереджувалася на очікуваннях та інфляції, а фіскальна — на ефективності витрат і борговій стійкості.

Компаративний досвід країн із високою конфліктністю або постконфліктною стабілізацією підтверджує закономірність: успішна дезінфляція поєднує жорсткий номінальний якор, фіскальну дисципліну (або зовнішнє фінансування як її субститут) та інституційні реформи фінансового сектору. Без фіскальної опори монетарна жорсткість переходить у фіскальне домінування; без якорю очікувань інфляція набуває самопідживлюваного характеру [22; 29]. Додатковим підсилювачем хеджування інфляційних ризиків в Україні є євроінтеграційний вектор: зближення із стандартами ЄС у регуляції та макропруденційних практиках зміцнює інституційну довіру і тим самим діє як канал хеджування [21; 23].

Висновки. Проведене дослідження дозволяє сформулювати низку висновків щодо природи та механізмів хеджування інфляційних ризиків воєнного часу. Інфляційний ризик у період повномасштабної війни 2022–2025 років в Україні набув портфельного характеру: він формувався одночасно через канали пропозиції, монетарного фінансування, очікувань та обмінного курсу, а кількісні параметри — хвилеподібна інфляція від 26,6 % до 8,0 %, зростання грошової бази на 48 %, перехід курсових режимів — підтверджують, що жодне ізольоване рішення не забезпечує стійкого результату.

Авторська позиція щодо оптимальної комбінації механізмів хеджування для умов затяжного конфлікту ґрунтується на п'яти положеннях. Монетарна політика зберігає пріоритет якоріння очікувань, однак облікова ставка має працювати у зв'язці з ліквіднісним менеджментом та послідовною комунікацією, оскільки кредитний канал трансмісії за умов війни залишається ослабленим. Емісійне фінансування допустиме виключно як короткостроковий міст у фазі шоку; після стабілізації воно підлягає заміщенню внутрішнім боргом і зовнішніми ресурсами, інакше монетарний хедж утрачає реальний зміст. Боргова



політика має рухатися у напрямі диверсифікації інвесторської бази та інструментарію, включно з обережним впровадженням індексованих паперів за умови інституційної готовності. Режим керованої гнучкості обмінного курсу з виваженими валютними обмеженнями виявляється більш життєздатним за тривалої війни, ніж полярні альтернативи фіксації чи повного плавання. Макропруденційний каркас — буфери, стрес-тестування, прозора стратегія — є передумовою стійкості будь-якої антиінфляційної архітектури.

Перспективи подальших досліджень пов'язані з емпіричною параметризацією запропонованого індексу ефективності хеджування, кількісною оцінкою вагових коефіцієнтів окремих блоків за допомогою структурних макроекономічних моделей, а також аналізом передумов впровадження інфляційно-індексованих державних облігацій в інституційних умовах України.

Список використаних джерел

1. Національний банк України. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2022 році. *Офіційний сайт НБУ*, 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2022-rotsi>

2. Національний банк України. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2023 році. *Офіційний сайт НБУ*, 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2023-rotsi>

3. Національний банк України. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у грудні 2024 року. *Офіційний сайт НБУ*, 2025. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-grudni-2024-roku>

4. Національний банк України. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у грудні 2025 року. *Офіційний сайт НБУ*, URL:



<https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-grudni-2025-roku>

5. National Bank of Ukraine. NBU Key Policy Rate (archive of decisions 2022–2025). *Official website of the NBU*. URL: <https://bank.gov.ua/en/monetary/archive-rish>

6. Національний банк України. Повідомлення про фіксацію офіційного курсу на період воєнного стану. *Офіційний сайт НБУ*, 2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/na-period-zaprovdjennya-voyennogo-stanu-natsionalniy-bank-vjiv-nizku-zahodiv-dlya-zabezpechennya-stabilnogo-funktsionuvannya-bankivskoyi-sistemi>

7. Національний банк України. Повідомлення про коригування офіційного курсу гривні до долара США (21.07.2022). *Офіційний сайт НБУ*, 2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-pidvischiv-ofitsiyinyi-kurs-grivni-do-365686-grn-dol--ssha>

8. National Bank of Ukraine. NBU launches managed flexibility exchange rate regime. *Official website of the NBU*, 2023. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-launches-managed-flexibility-exchange-rate-regime>

9. Національний банк України. Грошово-кредитна та фінансова статистика. Грудень 2022. *Офіційне видання НБУ*, 2022. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2022-12.pdf?v=5

10. National Bank of Ukraine. Monetary and Financial Statistics. December 2023. *Official publication of the NBU*, 2023. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2022-12_en.pdf?v=5

11. National Bank of Ukraine. Monetary and Financial Statistics. December 2024. *Official publication of the NBU*, 2024. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2024-12_en.pdf?v=9

12. National Bank of Ukraine. Monetary and Financial Statistics. December 2025. *Official publication of the NBU*, 2025. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2025-12_en.pdf?v=16



13. National Bank of Ukraine. Annual Report 2022. *Official publication of the NBU*, 2023. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2022_eng.pdf?v=4
14. National Bank of Ukraine. Consolidated financial statements for 2022 (news release). *Official website of the NBU*, 2023. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/zatverdjeno-konsolidovanu-finansovu-zvitnist-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2022-rik-ta-rozpodil-pributku>
15. International Monetary Fund. Ukraine: Request for Purchase Under the Rapid Financing Instrument. *IMF Country Report / eLibrary*, 2022. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2022/323/article-A001-en.xml>
16. International Monetary Fund; National Bank of Ukraine. Letter of Intent / Memorandum of Economic and Financial Policies (published via NBU). 2022. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lol_MEFP_Ukraine_2022-12-08_eng.pdf
17. OECD. Stronger Financial Markets and Institutions for Ukraine's Recovery. *OECD Report*, URL: https://www.oecd.org/en/publications/stronger-financial-markets-and-institutions-for-ukraine-s-recovery_0c41c8ac-en/full-report/ukraine-s-financial-system-framework_c3ceabe7.html
18. Міністерство фінансів України. Військові ОВДП (опис інструмента). *Офіційний сайт Мінфіну*, URL: https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572
19. National Bank of Ukraine. Depository/auction summaries on Domestic Government Bonds (OVDP) issuance and redemptions. *Official website of the NBU*, 2023–2025. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/z-pochatku-2025-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju---obminu-ovdp-na-auksionah--394-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-852-mlrd-grn>
20. S&P Global Ratings. Ukraine sovereign ratings note (reference on reserve requirements and benchmark government bonds). 2023. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/RatingsDirect_Ukraine_54303593_Mar-14-2023.PDF



21. Національний банк України. Оновлення Стратегії макропруденційної політики. *Офіційний сайт НБУ*, 2025. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/onovleno-strategiyu-makroprudentsiynoyi-politiki-u-vidpovid-na-vikliki-trivaloyi-viyni>
22. Afunts G., Cato M., Schmidt T. Inflation expectations in the wake of the war in Ukraine. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*. 2024. Vol. 113. 102303. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.socec.2024.102303>
23. Mirza N., Naqvi B., Rizvi S.K.A., Boubaker S. Exchange rate pass-through and inflation targeting regime under energy price shocks. *Energy Economics*. 2023. Vol. 124. 106761. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106761>
24. Landi V.N. The Effectiveness of Capital Controls. *Open Economies Review*. 2021. Vol. 32(1). DOI: <https://doi.org/10.1007/s11079-020-09591-6>
25. Landi V.N. Capital controls spillovers. *Journal of International Money and Finance*. 2020. Vol. 109. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v109y2020ics0261560620301947.html>
26. Fan H. et al. Spillover effects of capital controls on capital flows and risk contagion from global shocks. *Journal of International Money and Finance*. 2020. Vol. 105. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v105y2020ics0261560620301455.html>
27. Liao J., Meng J., Ren J., Zhang L. The impact of capital inflow's features on the effectiveness of capital controls: Evidence from multinational data. *International Review of Economics & Finance*. 2024. Vol. 93(Part B). P. 273–284. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.03.072>
28. López-Villavicencio A. et al. Fed's Policy Changes and Inflation in Emerging Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2022. Vol. 54(4). P. 1099–1121. URL: <https://ideas.repec.org/a/wly/jmoncb/v54y2022i4p1099-1121.html>
29. Ahmed R., Fukunaga I., Rebucci A. Inflation and Exchange Rate Targeting Challenges Under Fiscal Dominance. *Journal of Macroeconomics*. 2021. Vol. 67. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jmacro/v67y2021ics0164070420302044.html>



30. Salisu A.A. et al. The inflation hedging properties of gold, stocks and real estate. *Resources Policy*. 2020. Vol. 66. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jrpoli/v66y2020ics0301420719302697.html>
31. Szyszko M. Inflation expectations proprieties during the war: The case of Ukraine. *Economics and Business Review*. 2025. Vol. 11(1). URL: <https://journals.ue.poznan.pl/eb/article/view/1813>
32. Andreasen M.M., Christensen J.H.E., Riddell S. The TIPS Liquidity Premium. *Review of Finance*. 2021. Vol. 25(6). P. 1639–1675. URL: <https://academic.oup.com/rof/article-abstract/25/6/1639/6410663>
33. Ahn J., Ahn Y. What drives the TIPS–Treasury bond mispricing? *Journal of Empirical Finance*. 2023. Vol. 74. 101438. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.101438>
34. Beauregard R., Christensen J.H.E., Fischer E., Zhu S. Inflation expectations and risk premia in emerging bond markets: Evidence from Mexico. *Journal of International Economics*. 2024. Vol. 151. 103961. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2024.103961>
35. Zehri C. et al. Restrictive policy impacts in emerging economies. *Cogent Economics & Finance*. 2020. Vol. 8. DOI: <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1815979>
36. Meshram V. et al. Inflation hedging via tracking portfolios in the BRICS markets. *Cogent Economics & Finance*. 2024. Vol. 12. DOI: <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2431525>